

中美上市公司融资偏好及其原因

乔 政

(厦门大学 管理学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 不同的融资偏好形成了企业不同的资本结构,进而可以反映出企业的经营状况和公司治理情况。从内部融资、债权融资和股权融资等方面可以看出中美融资结构的差异。美国上市公司融资偏好形成的原因主要是成熟的资本市场、分散的股权结构和科学的约束与激励体制。而中国上市公司融资偏好形成的原因主要有融资成本、资本市场、股权结构和公司治理结构。据此,结合我国的具体情况,可以从政府、投资者、上市公司三方面进行改进和完善。

关键词: 融资偏好; 资本结构; 资本市场; 中美比较

中图分类号: F830.45 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002—6320(2008)05—0129—03

一、中美上市公司融资偏好特点

(一) 内部融资

美国 2000 年—2007 年的平均内部融资比率约为 77%,外部融资比例约为 23%^①,内部融资是公司融资结构中的主要部分。由于内部融资是诸多融资手段中融资成本最低的,因而将内部融资作为最主要的融资手段可以降低资本成本,美国的上市公司以内部融资为主的融资结构实现了

内部融资的优势,历史上的实证数据也契合了优序融资理论。表 1 中的融资率为流量指标,可以更好地反映企业的融资行为和结构,由表 1 数据可知我国上市公司的内源融资比例很大程度上低于美国的内源融资比例,呈现出与优序融资理论矛盾的现象,股权和债权等外源融资途径是融资结构的主要组成部分。表 1 可以看出我国上市公司 1998—2005 年融资结构。

表 1 中国上市公司内源融资与外源融资结构(%)

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	平均
内源融资率	25.64	39.65	34.36	38.59	51.37	41.93	47.26	56.84	41.96
外源融资率	74.36	60.35	65.64	61.41	48.63	58.07	52.74	42.16	58.05

资料来源:李焰,许宇科.金融体系稳定的微观基础:对我国企业内源、外源融资结构及盈利能力的分析,财贸经济,2007 年 12 月。

(二) 债权融资

表 2 1992—2006 年中国上市公司股票
与债券融资情况及资产负债率

单位:亿元

年份	企业债券	股票筹资额	上市公司平均资产负债率%
1992	683.71	94.09	65.02
1993	235.84	375.47	48.76
1994	161.75	326.78	50.80
1995	300.80	150.32	54.41
1996	268.92	425.08	53.72
1997	255.23	1293.82	50.06
1998	147.89	841.52	49.49
1999	158.00	944.56	52.57
2000	83.00	2103.08	53.49
2001	147.00	1252.34	55.65
2002	325.00	961.75	64.75
2003	358.00	1357.75	67.99
2004	327.00	1510.94	69.65
2005	2046.50	1882.51	71.86
2006	3938.30	5594.25	84.70

资料来源:中国证监会网站(<http://www.csrc.gov.cn/>)统计信息年鉴

由表 2 可以看出,自 2002 年以后股票融资额一直呈现出一种增长的趋势,尤其是 2006 年的股票融资额是 2005 年的将近 3 倍,与此同时,我国的企业债券市场却长期处在低迷的状态,2005 年以前一直维持在一个很低的水平,债券融资在中国企业直接融资中分量极小,成为企业融资结构中微不足道的一部分,与股票市场的繁荣形成很大的差距,成为资本市场一大缺陷。尽管企业债券在 2005 年以后有较大的增长,但是 2006 年依然低于股票融资额。与此同时,我们可以看到资产负债率基本保持在一个上升的趋势中,而且 1998 年以后持续上升,说明企业的债务融资比例是很高的,但是企业债券的市场却一直很小。这就凸显了我国上市公司债务融资的一个特点,大量依靠对银行和个人的负债,尤其是 20 世纪 90 年代以前大量依靠国有银行的贷款,而且在实际的资金使用当中存在很多的资金浪费和不合理使用情况。2000 年美国共有 1592 家上市公司发行公司债券融资,而通过发行股票融资的上市公司仅有 199 家。在整个资本市场上,通过公司债券的融资已占到融资总量的 30%左右,而股权融资额则不到 4%。2001 年末,美国公司债券余额为 51749 亿美元,公司债券余额占全部债券余额的 30.3%,公司债余额占 GDP 的比重达到 36.18%,2003 和 2004 年美国的公司债券发行规模分别达到了 7440 亿美元和 7110 亿美元,使得公司债券在美国债券市场以及国民经济中占有重要地位。美国公司债券的市场在全球居第一

收稿日期:2008—06—30

作者简介:乔政(1988—),男,河南省许昌市人,厦门大学管理学院学生。

① 资料来源:Federal Reserve Statistical Release;Flow of Funds Accounts of the United States.
?1994-2016 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. <http://www.cnki.net>

位, 因为其有着严密的监管制度、完善的交易制度、高度紧密的市场联系以及广泛的市场参与, 使得公司债券拥有了较高的流动性。而且美国的公司债券品种繁多, 有较为权威的信用评级。这样就使得不同层次的企业都能够选择合

适的债券融资方式, 为企业开辟了债券融资的途径。从表 3 可以看出美国债券融资的规模, 表明了公司债券在美国公司融资中的重要地位。

(三) 股权融资

表 3 美国股票发行净额(2001—2007 年) 单位: 十亿美元

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
股票发行额	85.3	46.4	138.9	67.7	— 149.3	— 417.2	— 553.3
其中: 非金融部门	— 61.8	— 41.6	— 42	— 126.6	— 363.4	— 614.1	— 835.7
金融部门	40.3	71	62.9	109.5	71.5	58.4	— 151.4
国外	106.8	17	118	84.8	142.6	138.5	131

资料来源: Federal Reserve Statistical Release; Flow of Funds Accounts of the United States.

美国公司不仅拥有较高的内部融资比例, 而且债务融资比例也要比股权融资比例高得多, 由表 3 可以看出, 美国的股权融资额度在总体上呈现出一种下降的趋势, 甚至在 2005 年之后出现了筹资额为负的状况。与此相比, 中国上市公司 2001—2006 年通过股权融资的状况截然不同, 如表 4 所示。我国的股票市值以及年股票筹资额总体上呈现出持续增长的趋势, 股权融资量一直维持在一个较高的水平且不断增加, 我国上市公司平均负债比率不断下降也说明了这个问题。股权融资成为了上市公司主要的融资途径, 凸显了我国上市公司的股权融资偏好。

(四) 中国上市公司的配股偏好

我国上市公司有一个独特的特点, 就是在直接融资的股权融资中偏爱配股这种方式。在股权融资中配股的比例较高, 在很多年份中配股融资额高于增发的融资额。拥有配股资格的企业一般都会提出配股方案, 不论自己是否真的需要注入企业的投资, 甚至很多不符合配股资格的企业也极力创造条件满足配股资格, 且在实际中都充分使用了配股额度。从表 5 可以看出, 1994 年的配股金额比 1993 年低, 因为当时证监会对于配股资格的限制比较严格, 1997—2001 年则放松了这个限制, 导致配股金额上升, 后由于股市的低迷导致其下降。而 2005 的锐减和 2006 的增加主要是由于后来对于 IPO 的政策限制以及融资需求的增加。配股的变化和证监会政策的限制有着明显的相关性。

表 4 中国上市公司 1996—2006 年股权融资情况 单位: 亿元

年份	股票市价总值	股票筹资额
1992	1048.13	94.09
1993	3531.01	375.47
1994	3690.61	326.78
1995	3474.28	150.32
1996	9842.38	425.08
1997	17529.24	1293.82
1998	19505.64	841.52
1999	26471.17	944.56
2000	48090.94	2103.08
2001	43522.20	1252.34
2002	38329.12	961.75
2003	42457.70	1357.75
2004	37055.57	1510.94
2005	32403.28	1882.51
2006	89403.89	5594.25

资料来源: 中国证券期货统计年鉴(2007)

表 5 1993—2006 年我国 A 股融资情况 单位: 亿元

年份	A 股股权 融资总额	IPO		配股		增发	
		金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
1993	276.41	194.83	70.49	81.58	29.51	0	0
1994	99.78	49.62	49.73	50.16	50.27	0	0
1995	85.51	22.68	26.52	62.83	73.48	0	0
1996	294.34	224.45	76.26	69.89	23.74	0	0
1997	825.92	655.06	79.31	170.86	20.69	0	0
1998	778.02	409.09	52.58	334.97	40.02	30.46	3.92
1999	893.6	497.88	55.72	320.97	35.92	59.75	6.69
2000	1527.03	812.37	53.2	519.46	34.2	166.7	10.92
2001	1182.13	534.29	45.2	430.63	36.43	217.21	18.37
2002	779.75	516.96	66.3	56.61	7.26	164.68	21.12
2003	819.56	453.51	55.34	74.79	9.13	110.66	13.5
2004	835.71	353.42	42.29	104.54	12.51	168.72	20.19
2005	338.13	56.74	16.78	2.62	0.77	278.77	82.44
2006	2463.7	1572.24	63.82	4.32	0.18	847.1	34.38

资料来源: 中国证券期货统计年鉴(2007)

二、中美融资结构差异原因分析

(一)美国上市公司融资偏好形成的原因分析

1. 成熟的资本市场。美国的资本市场发展较早,以纽约华尔街为代表的美国资本市场,已经有200多年的发展历史,拥有完善的市场监管体制和中介机构,承担资本市场的监管者的主要角色是具有专业特色的行业协会,更多的体现行业自律管理。资本市场的参与者,都要受到协会制定规则的约束。美国市场信用体系较为健全,法制较为完备,交易所或者市商如果违规违法,其代价是丧失市场的参与资格,代价非常高。上市公司数量多,市场容量大,在这种市场机制下,股票流动性很强,资本市场更有效率,大大削弱了内幕交易和信息不对称的程度。

2. 分散的股权结构。美国政府对法人持股的比例有一定的限制,单个机构持有一个大型的上市公司的股权超过1%的非常少。虽然过于分散的股权加大了股东直接从内部控制经营者的成本,一定程度上限制了股东的直接控制能力,但股东为自然人使得股东有强烈的维护自己利益的动机参与到公司治理中去,保护了中小股民和广大投资者的利益。

3. 科学的约束和激励体制。美国企业表现出来的分权现象很明显,在保证董事会地位的同时,把很多的权力都下放给各个基层,这就避免了一部分人控制公司决策的现象,使得公司的发展能够以股东利益为主。而且美国的公司不设监事会,和董事会合二为一,但是外部的独立董事占了大部分,与股东独立且不在企业内部任职的独立董事负责约束经理人和大股东的行为以及保护所有股东的权利。另外,根据美国纽约薪酬顾问波尔·莫伊对美国200家最大公司的调查,这些公司CEO的报酬的构成为:工资21%、短期激励27%、长期激励16%和以股票为基础的酬劳36%,股票期权报酬合同在管理人员的报酬中占有重要的地位,期权激励在美国的运用比较成熟,能有效地降低委托代理成本。

(二)中国上市公司融资偏好形成的原因分析

1. 融资成本原因。按照优序融资理论,企业发行股权应当被视为利空信号,而在我国由于市盈率较高,广大投资者都寄希望于从股票的差价中进行短期的投机赚取利润,由于股利的发放对于企业来说并非义务,在实际中很多企业也是采取低股息率甚至推延发放股利的方法,因而股利的派发并没有什么实际的吸引力。在这种缺乏完善的信息披露机制情况下,股票的增发等反倒可以进行炒作,被视为是有利的好信号,引来广大投资者竞相注资。因而企业通过股票融资就较为容易,这与通过债权融资相比,少了定期还本付息的硬约束,而且由于我国的证券市场的制度缺陷,使得企业股权融资的成本并不高,而形成鲜明对比的是上市公司的债券融资成本却很高,故从成本角度来看上市公司自然偏好股权融资。

2. 资本市场原因。我国的资本市场起步较晚,只有10多年的历史,因而在很多方面都有待完善,是一个逐步发展的过程,因而在这个过程中就不可避免地存在很多问题。而上市公司的股权融资偏好与我国的资本市场起步晚、资本市场规模偏小使得急需融资的企业急于从资本市场融资不无关系,股权融资甚至成为很多上市公司现在进行融资的首选手段。1982年,美国股市的市值达到波谷时也是略低于GDP的30%,1995年超过50%多,近10年来美国的股

市流通市值已经超过了美国的GDP。

3. 股权结构原因。我国很多的大型上市公司都是以前的国有企业改制而来,国有企业的股权分置状况是我国股权结构的一个特点。由于国有股“一股独大”,而且非流通股(包括国家股、法人股、内部职工股和转配股)在总股本中占绝对优势的现象,使得这些大股东不能通过在市场上交易获利,因而他们的目标是提高每股净资产价值,而流通股股东是通过股价的上涨来获得资本利得。通过股权融资获得的高溢价能够增加每股净资产从而增加非流通股股东的利益,而且债务融资还有“硬约束”,因而非流通的大股东偏好于通过股权融资。非流通股的绝对控股地位形成了所谓的“内部人”控制,使得企业偏好高价发行新股来实现大股东的利益。

4. 公司治理结构原因。公司治理是研究包括股东在内的利益相关者之间关系以及规定他们之间关系的制度安排。由于我国上市公司大多数为国有企业,由于体制上的很多原因并没有和以前的组织结构有太大的改变,有着很大的行政色彩,在经理人表现不好的时候股东也基本不能做到撤换经理人,而且国有股拥有绝对的控股地位,因而控制权转移和敌意并购的威胁就几乎没有,也就不能对代理人形成有效的约束和激励。内部人控制现象导致很多的决策都不是有利于股东权益最大化的,都只是为了一部分人的利益,从而不利于优化公司的治理结构。

三、中美融资偏好差异对我国的启示

结合我国上市公司的具体情况,我国可以从政府、投资者、上市公司三个方面改进。

(一)政府机构

完善上市公司发行股票的审批制度和退市制度,保证上市公司的质量,改变以往固定发行额度的方式而应该根据市场供需情况去调整。严格控制再融资规模,增加增发限制,适当提高股权融资成本,限制大股东“圈钱”行为,对股权融资的资金使用进行科学的监管,避免资金的浪费。并大力扶持企业债券市场,减少行政审批程序,降低债券融资成本,活跃企业债券市场,引入信用评级制度,规范企业债券市场,丰富债券的品种,提高企业通过债券融资的比例。

(二)投资者

在对中小投资者进行保护和投资教育的同时大力发展机构投资者,减弱过多的小投资者造成市场的不理性的波动震荡。机构投资者拥有专业的知识,能够有效地参与到公司的投资中去并且对公司的治理结构进行介入和监管,减少内部人员操作和降低委托代理成本,能有效地促进整个市场的规范化和公司内部的规范化。在债券市场上引入机构投资者,提高企业债券的流动性,来促进企业债券市场的健康发展。

(三)上市公司

完善公司治理结构,完善和加强独立董事的监督职能,增加独立董事在董事会中的比例,使独立董事能切实有效地保护股东尤其是中小股东的权利。在董事会下设置委员会,提高其决策的科学性。推进股权分置改革,改变“同股不同价,同股不同利,同股不同权”的状况,才能完善公司治理结构,推动资本市场走向成熟。完善对经理人员的激励机制,降低委托代理成本,切实保障股东的权益。

[责任编辑:张今歌]